

### SOBREPONDERAR

### A precio de Liquidación!

01 de octubre de 2010

**Precio Objetivo: \$447    Precio Actual: \$371**

**Pamela Auszenker**

pauszen@bci.cl  
(56 2) 692 8928

**Marcelo Catalán**

mcatalg@bci.cl  
(56 2) 383 5431

- Iniciamos la cobertura de Paz estimando un precio objetivo de \$447 por acción, en un horizonte de 12 a 18 meses. Considerando el precio actual de \$371, proyectamos un retorno de 20,4%, por sobre el desempeño que esperamos para el Ipsa, por lo que nuestra recomendación es "Sobreponderar".
- Dadas nuestras estimaciones, proyectamos una P/U para Paz de 57,1x el 2010, y un EV/EBITDA de 38,7x el 2010 y 60,3x el 2011.

Estimamos un precio objetivo para Paz de \$447 por acción, en un horizonte de 12 a 18 meses. Dado el precio actual de \$371 esperamos un retorno de 20,4%, superior al retorno que estimamos para el mercado en el mismo período, por lo que recomendamos Sobreponderar la acción. **Son tres las principales razones que nos llevan a tener una positiva visión de la compañía en el mediano y largo plazo: (1) Mejora en las perspectivas para el sector construcción, dada la recuperación económica; (2) Diversificación geográfica hacia regiones de Chile y a Perú y Brasil, países con alto potencial de crecimiento; (3) Consolidación de proyectos actuales.**

- **Existe una relación muy estrecha entre el crecimiento económico del país y el sector construcción.** La recuperación económica del país (que estimamos implicará un crecimiento del PIB de 5,2% el 2010), ha venido acompañada de una recuperación del sector construcción (el que registraría un crecimiento de 6,5%). **Lo anterior tendrá un impacto positivo sobre los resultados de Paz a través de dos canales: (1) Reactivación de construcción y lanzamientos de proyectos paralizados, favoreciendo los ingresos por venta de años futuros; (2) Reactivación de las ventas, con la consecuente disminución de los inventarios y, por tanto, disminución del capital de trabajo a financiar.**
- **Uno de los principales atractivos de Paz es precisamente la diversificación geográfica que ha comenzado a implementar.** Hoy día tiene presencia en 10 regiones del país, además de proyectos en Perú y Brasil. **El principal riesgo alcista de nuestra valorización proviene de una mayor profundización de las operaciones de la compañía en Brasil y especialmente en Perú, a la vez que levantamos el positivo riesgo de expansión a un cuarto país de Latinoamérica, siempre en conjunto con un socio local.**

#### Resumen Actualización

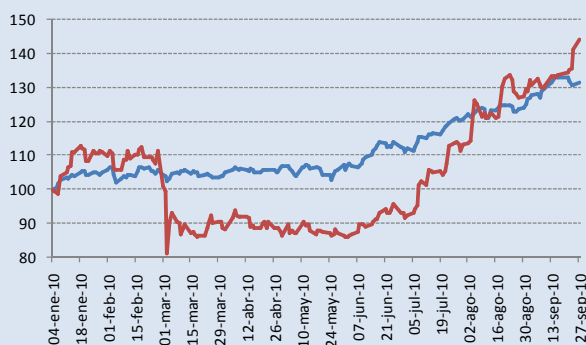
Recomendación	"Sobreponderar"
Riesgo	"Alto"
Precio Objetivo (\$)	447
Rango Precio 52 Semanas	\$200 - \$380
Retorno Esperado Precio	20,4%
Retorno Esperado Dividendo	0,5%
Retorno Esperado Total	20,9%

#### Información Bursátil

Rentabilidad Acción 2010	40,6%
Rentabilidad Acción 12M	23,2%
Market Cap MMUS\$	215
Floating	40,0%
Ticker Bloomberg	PAZ CI
Volumen Diario Transado 12 M (MM\$)	334.567
ADR (Conversión)	-

Ratios Bursátiles	2009	2010E	2011E
UPA (MM\$)	-9,97	7,18	0,20
P/U 12 M	n/s	57,1	2.188,7
B/L 12 M	1,0	1,5	1,7
EV/Ebitda 12 M	42,6	38,7	60,3

Fuente: Bloomberg; Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

**FIGURA 1: EVOLUCIÓN PRECIO ACCIÓN PAZ VERSUS IPSA (BASE 100: ENERO 2010)**


Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

- Finalmente, otra fuente de creación de valor proviene de la mejora que estimamos mostrará la compañía en términos de manejo de proyectos y todo lo que ello involucra. **En esta línea, esperamos que el porcentaje de desestimiento de promesas comience a disminuir progresivamente, a la vez que los ingresos por escrituración se verán beneficiados por el incremento de la participación de Paz en los proyectos, el que esperamos pase del 39% actual a 62% hacia el 2013. Por último, estimamos una mejora progresiva en el margen operacional, alcanzando un nivel de equilibrio en el largo plazo en torno a 23,4%.**
- Los principales riesgos que enfrenta nuestra valorización se resumen en: **escenario económico menos favorable que nuestras estimaciones; aumento en precios de materias primas y costos; cambios regulatorios; y retraso en la ejecución de proyectos.**

## ESTADOS FINANCIEROS

Estado de Resultados Consolidación Prop. (MM\$)	2009	2010E	2011E	2012E
Ingresos Ordinarios	44.916	63.207	50.675	65.718
Resultado Operacional	808	2.852	1.030	3.834
<i>Margen Operacional</i>	1,8%	4,5%	2,0%	5,8%
<b>Ebitda</b>	<b>4.481</b>	<b>6.055</b>	<b>4.147</b>	<b>6.651</b>
<i>Margen Ebitda</i>	10,0%	9,6%	8,2%	10,1%
Ganancia Atribuible a Controladores	-2.808	2.022	57	2.848
<i>Margen Neto</i>	-6,3%	3,2%	0,1%	4,3%

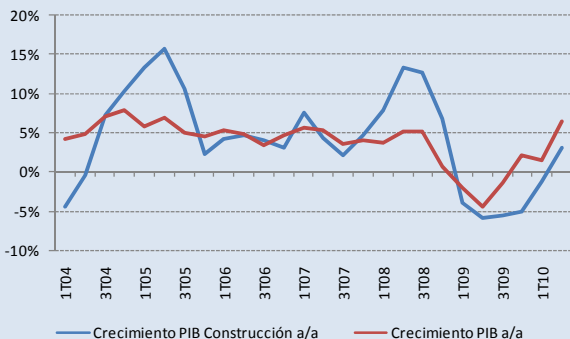
Balance Consolidación Proporcional (MM\$)	2009	2010E	2011E	2012E
Activos Corrientes	174.437	168.392	166.250	173.315
Activos no Corrientes	53.790	74.574	77.735	80.211
<b>Total Activos</b>	<b>228.227</b>	<b>242.966</b>	<b>243.985</b>	<b>253.526</b>
Pasivos Corrientes	108.425	103.334	107.236	109.686
Pasivos no Corrientes	48.371	63.557	61.111	65.284
<b>Total Pasivos</b>	<b>156.795</b>	<b>166.891</b>	<b>168.346</b>	<b>174.970</b>
Patrimonio	71.432	76.075	75.639	78.556
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>228.227</b>	<b>242.966</b>	<b>243.985</b>	<b>253.526</b>

## RATIOS FINANCIEROS

Ratios (Consolidación Proporcional)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Liquidez</b>				
Razón Corriente	1,61	1,63	1,55	1,58
Test Ácido	0,54	0,53	0,51	0,53
Permanencia Inventarios (Días)	1.297	900	1.100	900
<b>Solvencia</b>				
Leverage	2,20	2,19	2,23	2,23
Deuda Neta/Ebitda	26,9	19,0	28,7	17,6
Cobertura de Intereses	2,0	1,9	1,3	2,0
Deuda Corriente/Deuda Total	0,69	0,62	0,64	0,63
<b>Rentabilidad</b>				
ROE	-3,9%	2,7%	0,1%	3,6%
ROA	-1,2%	0,8%	0,0%	1,1%

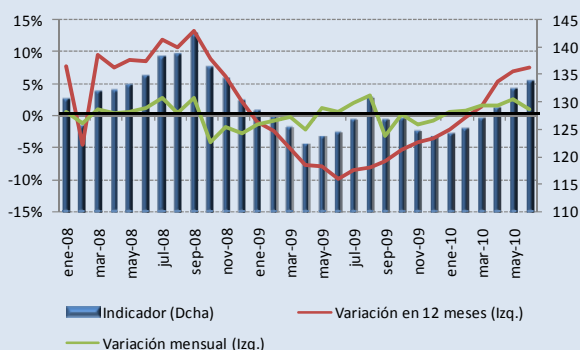
Fuente: SVS; Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

**FIGURA 2: EVOLUCIÓN PIB CHILE VS PIB CONSTRUCCIÓN**



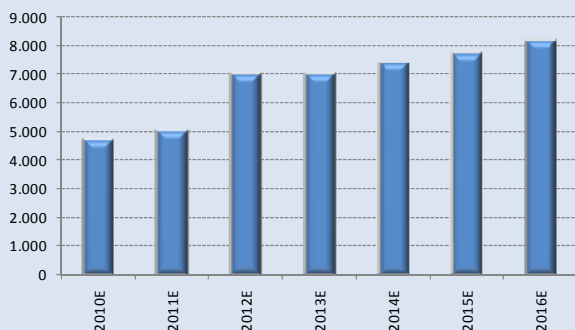
Fuente: Banco Central de Chile (BCCh); BCI Estudios.

**FIGURA 3: EVOLUCIÓN INDICADOR DE CONSTRUCCIÓN**



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción (CChC); BCI Estudios.

**FIGURA 4: LANZAMIENTOS ESTIMADOS DE PROYECTOS (MILES UF)**



Fuente: BCI Estudios.

## Fundamentos de Inversión

Nuestra recomendación se basa en los siguientes fundamentos: (1) La recuperación económica de Chile lleva a prever una mejora en las perspectivas del sector construcción en general, el cual debiera mostrar tasas de crecimiento importantes en los próximos años; (2) Diversificación geográfica hacia otras regiones del país, junto a Brasil y Perú, ambos países con prometedoras perspectivas de crecimiento futuro y altos requerimientos de nuevas viviendas; (3) Consolidación de proyectos actuales, acompañado de una mejora esperada en manejo de los proyectos.

### Auspiciosas Perspectivas de Crecimiento para la Industria

Ciertamente existe una relación muy estrecha entre el crecimiento económico del país y el sector construcción. Más aún, este último es sumamente sensible a los ciclos económicos, mostrando una elasticidad de 1,5 veces el crecimiento del PIB (Figura 2). En esta línea, el sector construcción –que representa en torno a 7% del PIB de Chile– se vio fuertemente afectado por la crisis económica que experimentó el país durante el 2009 (donde la actividad se contrajo un 1,5%), exhibiendo una contracción de 5,2%.

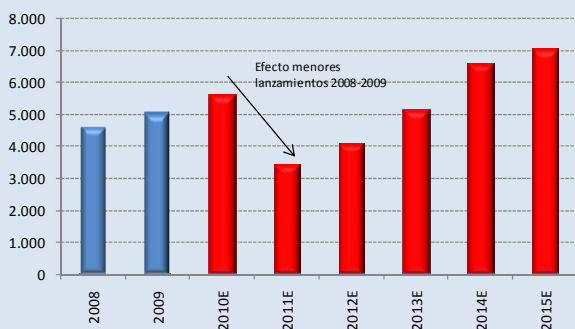
En la misma línea, los resultados de Paz también se vieron afectados por la situación económica: si bien los ingresos por ventas según consolidación proporcional mostraron un alza de 12,4%, el margen operacional ascendió a sólo 1,8%, sustancialmente inferior al promedio 2005-2007 que se situó en torno a 20%, entre otros motivos explicado por un nivel muy elevado de stock por parte de toda la industria, con los consecuentes descuentos o liquidaciones asociadas. Más aún, durante el 2008 y 2009 se paralizaron o suspendieron los lanzamientos de numerosos proyectos, equivalentes a una venta potencial de UF5,9 millones, lo que terminará afectando los ingresos y flujos del año 2011 (considerando que, en promedio, desde que se lanza un proyecto hasta que se inicia el proceso de escrituración –momento en que se empiezan a reconocer los ingresos– transcurren entre 1,5 y 2 años).

Sin embargo, la situación ha cambiado drásticamente, y la recuperación económica del país que se ha estado materializando durante este año, que estimamos terminará implicando un crecimiento del PIB de 5,2%, ha venido acompañada de una recuperación –aunque aún tímida (Figura 3)– del sector construcción el que, según nuestras estimaciones, durante el 2010 registrará un crecimiento de 6,5%.

Lo anterior tendrá un impacto positivo sobre los resultados de Paz a través de dos canales: (1) Reactivación de construcción y lanzamientos de proyectos paralizados, favoreciendo los ingresos por venta de años futuros; (2) Reactivación de las ventas, con la consecuente disminución de los inventarios y, por tanto, disminución del capital de trabajo a financiar.

Respecto al primer punto, la compañía estaría lanzando alrededor de 13 nuevos proyectos durante el 2010, equivalentes a una venta potencial en torno a UF7 millones. Posterior a ello, estimamos que entre el 2011 y el 2013 se lanzarán proyectos por una venta potencial que totalizará cerca de UF18 millones (Figura 4). Todo lo anterior tendrá un impacto positivo en los

**FIGURA 5: EVOLUCIÓN ESTIMADA ESCRITURACIÓN (MILES UF)**



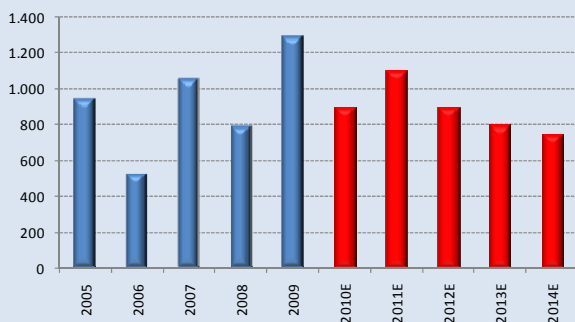
Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

ingresos por venta a partir del año 2012 especialmente.

Por otra parte, durante el 2008 y el 2009 el número y monto de promesas netas firmadas disminuyó drásticamente, lo que ciertamente repercutirá en los ingresos particularmente del 2011. Ello se explica en gran parte por la alta tasa de promesas desistidas –arrepentimientos–. Así, la menor confianza de los individuos, sumado al incremento del desempleo y mayores restricciones crediticias por parte de las instituciones financieras durante el periodo de crisis, tuvieron un impacto negativo sobre la actividad del sector, y de Paz en particular. A ello, además, se sumó el efecto del terremoto de febrero pasado, que llevó a muchos individuos a postergar sus decisiones de compra de vivienda, especialmente referentes a departamentos, lo que afectó fuertemente la escrituración de los meses entre marzo y mayo de este año.

**Sin embargo, esperamos que el 2010 sea bastante positivo en términos de escrituración** –momento en que la compañía reconoce los ingresos por ventas–. Estimamos que comenzarán a escriturarse 15 proyectos de viviendas durante el año –a junio ya se había iniciado la escrituración de 8 de ellos– y 3 de oficinas, con una venta potencial total de UF9,6 millones. Adicionalmente, para el 2011 veremos una caída en el nivel de escrituración, el que estimamos bordeará las UF3,4 millones, un 39% inferior al nivel del 2010, algo más moderado que lo temido inicialmente, considerando que la compañía se ha preocupado de modificar el mix de proyectos, de manera de incluir algunos de rápida construcción (edificios Buen Vivir), que pudieran estar listos para comenzar a escriturar durante el 2011. Finalmente, a partir del año 2012 esperamos ver una recuperación importante, gracias a la mejora en la confianza de los individuos –que los llevará a aumentar la disposición a adquirir departamentos–. **De esta manera, esperamos que el nivel de escrituración crezca 20% el 2012 y 25% el 2013, para luego ir disminuyendo la pendiente de crecimiento, y estabilizarse en torno a 6% real anual en el largo plazo (Figura 5).**

**FIGURA 6: EVOLUCIÓN PERMANENCIA INVENTARIOS (DÍAS)**



Nota: Calculado en base a cifras consolidadas proporcionalmente.  
Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

**En tanto, ciertamente la reactivación en el nivel de ventas tendrá un efecto positivo en los inventarios de la compañía (Figura 6).** Si entre los años 2005-2008 los días de permanencia de inventarios (similar aunque no igual a días para agotar stock) promediaron 830, en el 2009 dicho indicador se disparó hasta casi 1.300 días, lo que derivó en mayores necesidades de financiamiento de capital de trabajo, y un consecuente incremento en los niveles de deuda. Al 2T10, los meses para agotar stock ascendieron a 21 (equivalentes a 630 días). **Esperamos que con la reactivación de las ventas, sumado a las liquidaciones de stock que han sido generalizadas en la industria, el indicador de permanencia de inventarios –similar a meses para agotar stock, pero se calcula de manera diferente–, descienda paulatinamente hasta estabilizarse en el largo plazo en torno a 720 días (24 meses), en línea con el promedio de la industria.**

### Diversificación Geográfica

Hasta hace poco más de cinco años, los proyectos de Paz estaban sumamente concentrados en la Región Metropolitana, situación que desde el 2005, y con mayor énfasis desde el 2007, ha ido cambiando, gracias a que la compañía ha estado diversificando sus operaciones a otras regiones del país, teniendo hoy

**FIGURA 7: DISTRIBUCIÓN PROYECTOS EN DESARROLLO (2009)**

Región	Comuna	Nº Proyectos	% Proyectos en Carpeta
Metropolitana	Santiago	19	34,5%
	Providencia	12	21,8%
	Nuñoa	4	7,3%
	Las Condes	4	7,3%
	Pudahuel	2	3,6%
	La Florida	1	1,8%
	Vitacura	1	1,8%
II	Antofagasta	2	3,6%
V	Viña del Mar	1	1,8%
VI	Rancagua	1	1,8%
VII	Talca	1	1,8%
VIII	Concepción	4	7,3%
X	Puerto Montt	1	1,8%
Perú		2	3,6%
<b>TOTAL</b>		<b>55</b>	<b>100%</b>

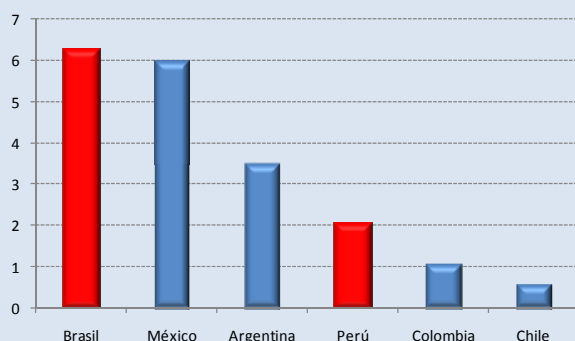
Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

presencia en 10 de ellas (Figura 7). Lo anterior ciertamente disminuye los riesgos, puesto que el comportamiento de compra de las distintas regiones puede diferir respecto al de la Región Metropolitana.

**Adicionalmente, en el 2008 la compañía se expandió a Perú, iniciando así su proceso de internacionalización.** A la fecha cuentan con dos *joint ventures*: el primero con el grupo Centenario, asociado al Grupo Romero y Credicorp, donde cuentan con el 50% de la propiedad, estando ésta dedicada a la construcción de edificios. En segundo lugar, mantienen una sociedad con el mismo grupo Centenario y Global –con un 33% de participación cada uno–, dedicada a la construcción de casas. Para este año, la compañía contempla el inicio de venta de cinco nuevos proyectos. **Así, poco a poco las operaciones en Perú debieran ir tomando mayor relevancia, siendo esta una de las apuestas fuertes de la compañía.** El dinamismo esperado que presenta el país, de la mano de una emergente clase media, presenta oportunidades interesantes para el desarrollo de viviendas por parte de Paz.

**Por otra parte, en el 2009 la compañía anunció la entrada a Brasil, y recientemente firmó un *joint venture* con la constructora Engellux** (participación de 50% cada una), para desarrollar un proyecto de viviendas en Sao Paulo, y cuyo inicio de ventas está estipulado para el primer semestre del 2011.

**A nuestro parecer, uno de los principales atractivos de Paz es precisamente la diversificación geográfica que ha comenzado a implementar. Además, hay que considerar que la expansión a otros países va de la mano de socios locales, disminuyendo así el riesgo operacional de enfrentar distintas idiosincrasias.** Latinoamérica como región presenta perspectivas económicas sumamente auspiciosas para los próximos años –siendo Brasil y Perú dos claros ejemplos de ello–. **De la mano de lo anterior, los sectores construcción en ambos países debieran mostrar un alto dinamismo en los años venideros, considerando que las necesidades de viviendas son abismales (por ejemplo, en el caso de Brasil, se estima que se requieren más de 6,3 millones de habitaciones en los próximos años, Figura 8).**

**FIGURA 8: DÉFICIT HABITACIONAL LATINOAMÉRICA (MILLONES DE HABITACIONES)**


Fuente: Reportes de Masisa; BCI Estudios.

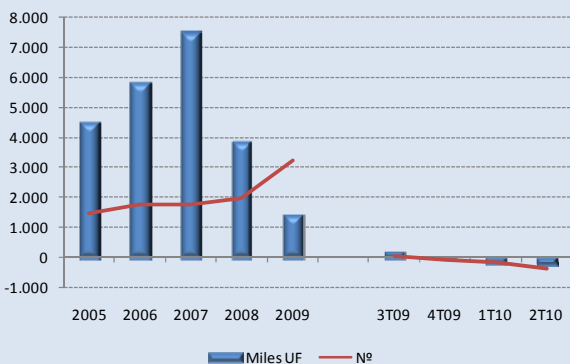
Nuestro modelo de valoración considera que en Brasil se desarrolla únicamente el proyecto planteado, mientras que asume un crecimiento moderado en el caso de Perú. De esta manera, el principal riesgo alcista de nuestra valoración proviene precisamente de una mayor profundización de las operaciones de la compañía en Brasil y especialmente en Perú, a la vez que levantamos el positivo riesgo de expansión a un cuarto país de Latinoamérica, siempre en conjunto con un socio local.

### Consolidación Proyectos Actuales y Mejora en Manejo

Finalmente, la tercera principal fuente de creación de valor proviene de la mejora que estimamos mostrará la compañía en términos de manejo de proyectos y todo lo que ello involucra –proceso de promesas, desestimientos, márgenes estimados y porcentaje de participación en ellos, entre otros–.

### Promesas y Desestimientos

Desde que se inició la crisis, y marcadamente desde mediados del 2009, el

**FIGURA 9: EVOLUCIÓN PROMESAS NETAS (MILES UF Y NÚMERO)**


Nota: Promesas Netas corresponde a promesas brutas menos desestimientos, por ello desde el 4T09 han sido negativas, implicando una tasa alta de arrepentimientos.

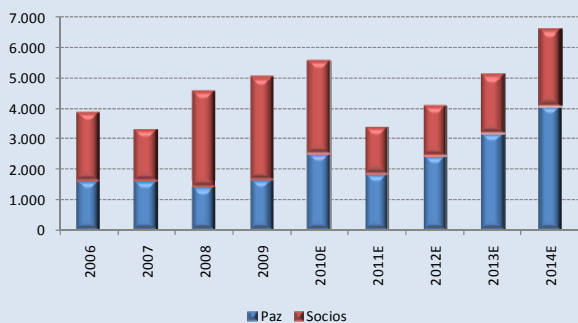
Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

nivel de promesas desistidas –aquellas en que los compradores se arrepienten antes de la escrituración– aumentó de manera muy marcada. Más aún, durante los últimos dos trimestres (1S10) las promesas netas fueron negativas tanto en número de viviendas como en UF (es decir, se desistieron más promesas de las que se firmaron), lo que si bien no genera un impacto inmediato sobre los resultados –puesto que los ingresos son reconocidos sólo al momento de la escrituración–, tendrá un impacto en los resultados futuros de la compañía (Figura 9).

Sin embargo, la compañía está siguiendo un plan para “limpiar” la cartera de promesas, tomando medidas con bastantes meses de anticipación a la escrituración, de manera de reflejar un indicador más cercano a lo que serán los ingresos por escrituras. **De esta manera, esperamos que el porcentaje de desestimientos comience a disminuir progresivamente, mostrando una mejora importante durante el último trimestre de este año, y ciertamente durante los años próximos.**

### Consolidación de Proyectos

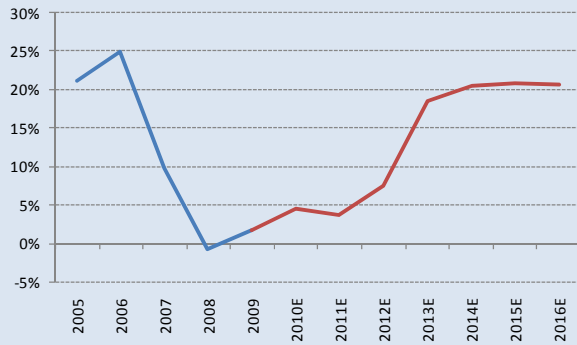
En la actualidad, el porcentaje promedio de participación de Paz sobre los proyectos que desarrolla asciende a 39% en el caso de las escrituras, correspondiendo el resto a socios inversionistas. Una de las preocupaciones de la administración es precisamente aumentar dicho porcentaje, lo que implicaría una mayor inversión por proyecto, y permitiría consolidar los proyectos dentro de los resultados de Paz. **De esta manera, los ingresos por escrituración se verán beneficiados no sólo por un mayor nivel de escrituración, sino también por el incremento de la participación de Paz en estos. Así, esperamos que el 2010 finalice con un porcentaje en torno a 45%, el cual aumentará progresivamente hasta alcanzar un nivel que estimamos de equilibrio de 62% a partir del año 2013 (Figura 10).**

**FIGURA 10: EVOLUCIÓN ESCRITURACIÓN PAZ VS SOCIOS (MILES UF)**


Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

Contrarrestando lo anterior, el incremento del porcentaje de participación de Paz en los proyectos inmobiliarios llevará a que los ingresos del negocio servicios –dedicado a proveer a los proyectos inmobiliarios los servicios de arquitectura, administración de la construcción y gestión del desarrollo inmobiliario– tengan cada vez menor importancia sobre los ingresos consolidados, puesto que un mayor número de proyectos estará consolidando con los ingresos de la compañía. Así, si al 2009 estos representaron un 14,6% de los ingresos, esperamos que en el largo plazo dicho porcentaje descienda a 4,8%. Cabe destacar que esta línea de negocios presenta un margen operacional bastante superior al de otros.

Por otra parte, cabe mencionar que la compañía ha estado incursionando en otras líneas de negocios, de manera de diversificar el riesgo aprovechando el **know-how que ya posee**. En esta línea, destaca la construcción de tres proyectos de oficinas (con una venta potencial de UF2,4 millones), donde está presupuestado que todos ellos comiencen el proceso de escrituración durante este año. No esperamos que la compañía continúe desarrollando proyectos de oficinas, centrándose así en soluciones habitacionales. En segundo lugar, destaca la nueva línea de negocios de arriendos, donde la compañía realiza la gestión comercial y administración de arriendos para departamentos de clientes inversionistas. Dicho modelo es bastante común en países como

**FIGURA 11: EVOLUCIÓN MARGEN OPERACIONAL**


Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

Estados Unidos, y considerando la alta liquidez presente en los mercados de capitales, sumado al interés que genera la compra de bienes inmuebles, esperamos tenga una buena acogida.

### Mejora en Márgenes Operacionales

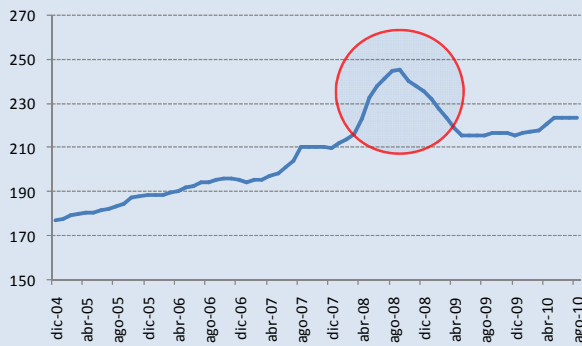
Finalmente, en términos de márgenes operacionales, estos han sufrido caídas importantes en los últimos años. A modo de ejemplo, el margen operacional pasó de niveles de 25% el 2006 a -0,7% y 1,8% el 2008 y 2009, respectivamente. Lo anterior es explicado por los mayores descuentos/liquidaciones que se llevaron a cabo para disminuir el stock, sumado a una menor velocidad de venta –que derivó en un incremento de los gastos en contribuciones y gastos comunes, entre otros–, la postergación de proyectos que impactó el margen del negocio de servicios, y el incremento de los costos de las materias primas, entre otros. **Así, esperamos que en la medida que dichos efectos vayan atenuándose, el margen operacional comience a aumentar progresivamente, alcanzando un nivel de equilibrio en el largo plazo en torno a 23,4% (Figura 11).**

Finalmente, cabe mencionar que la abrupta caída experimentada por el precio de la acción de Paz tras el terremoto –en torno a 27% en los tres días posteriores– se debió a una sobre-reacción y especulación del mercado. En la práctica, de los más de 120 edificios que ha construido Paz, sólo dos resultaron con daños: Emerald en Ñuñoa y Civic en Concepción. Este último se encontraba en construcción y se detectaron ciertos daños aunque no peligro de derrumbe. En el caso del edificio de Ñuñoa, se recomendó la evacuación del edificio, ofreciendo diversas alternativas a los dueños de departamentos, desde devolución del dinero hasta la reubicación en otros proyectos Paz. Finalmente, cabe recordar que la compañía cuenta con seguros involucrados. De esta manera, el mayor perjuicio del terremoto para Paz fue el retraso de las decisiones de compra de departamentos por parte de los individuos por un factor psicológico, lo cual en la mayoría de los casos –con la excepción de ciudades como Talca o Concepción– ya se ha normalizado.

## Balance de Riesgos

### Escenario Económico menos Favorable

Considerando la alta relación existente entre el sector construcción y el PIB del país, un crecimiento menor al planteado –que actualmente estimamos bordeará el 5,2% este año y entre 6,1% y 7,1% el 2011– tendría consecuencias sobre nuestro modelo de valoración. De igual manera, de observarse un recrudecimiento en las condiciones crediticias –lo cual nuestro escenario base descarta–, podríamos ver menores ventas del sector construcción. Finalmente, un tercer elemento de riesgo proviene de una disminución de la velocidad de venta –como consecuencia de alguno de los dos puntos anteriores o bien de un elemento extraordinario como fue el caso del terremoto de febrero–, lo que pondría presión sobre el stock de departamentos a nivel de industria y también para Paz, generando nuevas liquidaciones, con la consecuente disminución de los márgenes.

**FIGURA 12: EVOLUCIÓN PRECIOS MATERIALES PARA LA CONSTRUCCIÓN**


Nota: El indicador corresponde a un índice de precios de materiales de la construcción que entrega la oficina de estadísticas de Perú.

Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

### Aumento Materias Primas y Costos

Si bien hoy día pareciera ser lejano, de repetirse un escenario como el del 2008, con costos de las materias primas asociadas a la construcción que sufrieron alzas sustantivas, los márgenes de Paz podrían verse afectados. Sin embargo, consideramos que las estimaciones de costos por parte de la compañía han mejorado notablemente, por lo que bajo nuestro escenario base, y con alzas de costos moderadas, el resultado operacional no se debiera ver mayormente impactado.

### Cambios Regulatorios

Si bien el sector construcción no es altamente regulado, sí enfrenta el riesgo de algunos cambios que podrían impactar las ventas. A modo de ejemplo, en las próximas semanas se limitará el uso del beneficio DFL-2 a un máximo de 2 departamentos por inversionista o persona natural, acotando así el atractivo que pudiera tener la inversión en bienes inmuebles para el arriendo. Sin embargo, la compañía ha sabido aprovechar estos cambios, adelantando las ventas de dicho tipo de inversionistas.

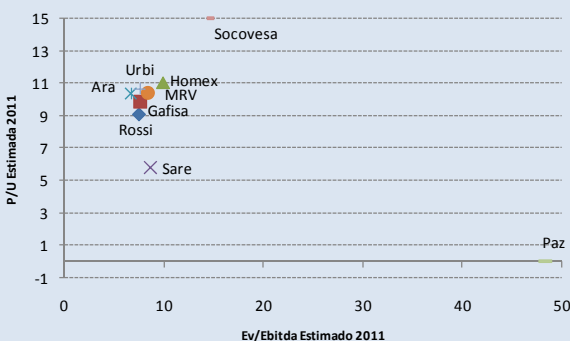
### Ejecución de Proyectos

La compañía actualmente tiene en carpeta 50 proyectos escriturando y en desarrollo en Chile, y 6 en Perú y Brasil. Así, existe un riesgo de ejecución de dichos proyectos, especialmente en términos de *timing*. Esto por cuanto un atraso en el lanzamiento de los proyectos o en la construcción de los mismos tiene un impacto directo sobre las ventas de los años futuros para la compañía, puesto que se retrasa el proceso de escrituración. Tal como mencionamos anteriormente, dicha situación ocurrió durante el 2008/2009, lo que tendrá un efecto sobre las ventas del año 2011.

### Posición Relativa de Paz

La evaluación de la posición relativa de Paz en términos de múltiplos se torna compleja considerando el corto periodo de información disponible –la compañía fue abierta a bolsa en octubre del 2006–, a lo que se suma la distorsión que presentan sus resultados dada la crisis económica que afectó el país el año pasado, y que llevó a la compañía a mostrar pérdidas a nivel de última línea, tornándose así los múltiplos especialmente relacionados a utilidad –como Precio/Utilidad– no significativos. De igual manera, cabe mencionar que los estados financieros oficiales no consolidan aquellos proyectos en los que Paz no cuenta con más del 50% de la propiedad –aún cuando nuestro modelo de valoración considera una consolidación proporcional que refleja de manera más fehaciente el flujo que recibe la empresa–, por lo que los múltiplos no son directamente comparables a los de otras compañías que mantienen otra estructura de negocio, en particular si se consideran múltiplos como Valor Bolsa/ Libro.

Con todo, actualmente Paz se transa a una P/U de 402x, ratio que acorde a nuestras estimaciones debiera caer hasta 57,1x a fines de año, ratio que aumentaría sustantivamente el 2011 debido a la caída en la utilidad. Por su parte, el EV/Ebitda de Paz a la fecha es de 81,3x, el cual debiera tender a 38,7x a fines del 2010 y a 60,3x el 2011. Finalmente, en términos de

**FIGURA 13: COMPARABLES INTERNACIONALES**


Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.



Bolsa/Libro, el promedio desde la apertura a la fecha es de 1,73 veces, y actualmente se transa a 1,3 veces. Sin embargo, tal como expusimos anteriormente, el balance no consolida los proyectos donde no se tiene más de un 50% de la propiedad.

## Supuestos

Los principales supuestos utilizados en nuestro modelo de flujo de caja descontado son los siguientes:

- WACC de 9% que contempla un premio por riesgo de mercado de 5,25%, beta de 1,2, y una tasa libre de riesgo de 5,4%.
- Tasa de crecimiento nominal de 4% a perpetuidad.
- Nuestro modelo de valoración considera estados financieros (balance, estado de resultados y flujo de caja) de consolidación proporcional, es decir, también considera la proporción de flujo de aquellos proyectos en los que no mantiene más de 50% de la propiedad.
- El modelo de flujo de caja considera los flujos desde el 2011.

**Considerando todo lo anterior, nuestro precio objetivo para la acción de Paz es de \$447 por acción, lo que dado el precio actual de \$371 implica un retorno de 20,4%, en un horizonte de 12 a 18 meses. Este retorno es superior a lo estimado para el mercado, por lo que nuestra recomendación es Sobreponderar.**

**Nuestras principales proyecciones se encuentran plasmadas a continuación:**

## PROYECCIONES

**FIGURA 22: BALANCE PROYECTADO (MM\$)**

Balance Consolidación Proporcional (MM\$)	2009	2010E	2011E	2012E
Activos Corrientes	174.437	168.392	166.250	173.315
Activos no Corrientes	53.790	74.574	77.735	80.211
<b>Total Activos</b>	<b>228.227</b>	<b>242.966</b>	<b>243.985</b>	<b>253.526</b>
Pasivos Corrientes	108.425	103.334	107.236	109.686
Pasivos no Corrientes	48.371	63.557	61.111	65.284
<b>Total Pasivos</b>	<b>156.795</b>	<b>166.891</b>	<b>168.346</b>	<b>174.970</b>
Patrimonio	71.432	76.075	75.639	78.556
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>228.227</b>	<b>242.966</b>	<b>243.985</b>	<b>253.526</b>

**Nota: Todas las cifras del Estado de Resultados se encuentran bajo formato IFRS.**

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

**FIGURA 23: ESTADO RESULTADO PROYECTADO (MM\$)**

Estado de Resultados Consolidación Prop. (MM\$)	2009	2010E	2011E	2012E
Ingresos Ordinarios	44.916	63.207	50.675	65.718
Costo Ventas	-36.266	-49.209	-39.978	-49.556
<b>Margen Bruto</b>	<b>8.649</b>	<b>13.997</b>	<b>10.697</b>	<b>16.162</b>
<i>Margen</i>	<i>19,3%</i>	<i>22,1%</i>	<i>21,1%</i>	<i>24,6%</i>
GAV	-7.842	-11.145	-9.668	-12.329
Resultado Operacional	808	2.852	1.030	3.834
<i>Margen Operacional</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>5,8%</i>
<b>Ebitda</b>	<b>4.481</b>	<b>6.055</b>	<b>4.147</b>	<b>6.651</b>
<i>Margen Ebitda</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,6%</i>	<i>8,2%</i>	<i>10,1%</i>
Gastos Financieros	-2.190	-3.185	-3.227	-3.259
Diferencias de Cambio y Corrección Monetaria	-1.745	2.528	2.027	2.629
Otros Gastos e Ingresos Varios	-460	-647	-519	-673
<b>Ganancias antes de Impuestos</b>	<b>-3.132,1</b>	<b>2.496,6</b>	<b>70,9</b>	<b>3.516,5</b>
Impuestos	327	-474	-13	-668
Ganancia	-2.805	2.022	57	2.848
Ganancia Atribuible a Minoritarios	2	0	0	0
<b>Ganancia Atribuible a Controladores</b>	<b>-2.808</b>	<b>2.022</b>	<b>57</b>	<b>2.848</b>
<i>Margen Neto</i>	<i>-6,3%</i>	<i>3,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>4,3%</i>

**Nota:** Todas las cifras del estado de resultados se encuentran bajo formato IFRS.

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

**FIGURA 24: FLUJO DE CAJA PROYECTADO (MM\$)**

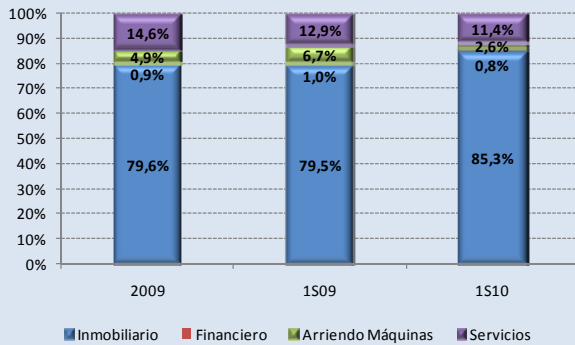
Flujo de Caja	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>EBIT</b>	<b>2.852</b>	<b>1.030</b>	<b>3.834</b>	<b>15.810</b>
Impuesto sobre EBIT	-485	-206	-709	-2.688
NOPLAT	2.367	824	3.125	13.122
+ Depreciación	3.202	3.117	2.817	3.108
- Inversión	-1.040	-1.590	-1.590	-1.590
- Inversión en K de Trabajo	8.797	553	-4.612	2.921
+ Aumento de Capital Anunciado	0	0	0	0
<b>Flujo de Caja Proyectado</b>	<b>13.326</b>	<b>2.904</b>	<b>-261</b>	<b>17.561</b>
Flujo de Caja Valor Terminal				
<b>Flujo de Caja Total</b>	<b>13.326</b>	<b>2.904</b>	<b>-261</b>	<b>17.561</b>

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

**FIGURA 25: VALORIZACIÓN (MM\$)**

Total Valor Economico de los Activos (MM\$)	235.952
VPN Deuda Neta (MM\$)	120.559
<b>Valor Economico del Patrimonio (MM\$)</b>	<b>115.393</b>
Número de Acciones (MM)	282
Precio Justo Hoy por Acción (\$)	410
<b>Precio Objetivo 12-18 meses (\$)</b>	<b>447</b>

Fuente: BCI Estudios.

**FIGURA 14: DESGLOSE INGRESOS CONSOLIDADOS POR ÁREA DE NEGOCIO**


Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

## Descripción Compañía

Paz Corp es una compañía ligada al desarrollo de viviendas en el mercado inmobiliario chileno, donde está presente en todos los procesos: desarrollo de proyectos –arquitectura, ejecución y supervisión de la construcción–, comercialización –área inmobiliaria–, y financiamiento a clientes –a través de leasing habitacional–. La compañía está enfocada en la clase media, en particular teniendo como mercado objetivo a los segmentos socioeconómicos C1, C2 y C3, con precios de viviendas que oscilan entre UF500 y UF4.000 en promedio, aún cuando cuenta con proyectos que apuntan a la clase medio-alta con precios hasta UF12.000. En los últimos años Paz ha iniciado una fase de expansión tanto a otras regiones del país como a otros países de Latinoamérica, en particular Perú y Brasil.

Los negocios de la compañía se dividen en cuatro (Figura 14):

- 1) **Negocio Inmobiliario:** desarrollo de proyectos inmobiliarios, construcción y comercialización de dichos proyectos. Esta área representó un 85,3% de los ingresos del 1S10.
- 2) **Negocio de Arriendo de Maquinarias y Equipos:** en particular a proyectos que la compañía desarrolla con algún porcentaje de participación. Al primer semestre del año, los ingresos de esta área de negocios representaron un 2,5% de los consolidados.
- 3) **Negocio de Servicios:** provee a los proyectos inmobiliarios servicios de arquitectura, administración de la construcción y gestión del desarrollo inmobiliario. Representó un 11,4% de los ingresos consolidados del 1S10.
- 4) **Negocio Financiero:** a través de Hipotecaria La Construcción Leasing entrega financiamiento a la compra de propiedades por parte de los clientes. Al primer semestre representó menos de un 1% de los ingresos consolidados.

En relación a la propiedad de la compañía, durante el año 2009 Paz realizó un aumento de capital por US\$35 millones, donde el grupo controlador cedió su participación al fondo PLA Residential Fund III Chile, fondo inmobiliario administrado por Prudential Real Estate Investors, un socio con amplio *know-how* a nivel internacional en temas inmobiliarios. Tras ello, un 40% de la propiedad quedó en manos de la familia Paz, un 20% en manos de Prudential (con quienes mantienen un pacto controlador), y el resto está en manos de otros inversionistas (*free float*).

**Economista Jefe BCI**
**Jorge Selaive**

jselaiv@bci.cl

(56 2) 692 8915

**Subgerente Renta Variable**
**Pamela Auszenker**

pauszen@bci.cl

(56 2) 692 8928

**Analistas**
**Christopher Baillarie**

Bebidas, Telecom y Transporte

cbailla@bci.cl

(56 2) 692 8968

**María Jesús Bofill**

Economía

mbofill@bci.cl

(56 2) 383 9752

**Marcelo Catalán**

Sector Eléctrico

mcatalg@bci.cl

(56 2) 383 5431

**Rubén Catalán**

Sector Financiero y Economía

rhcatal@bci.cl

(56 2) 383 9010

**Jorge Kehdy**

Retail

jkehdy@bci.cl

(56 2) 383 9671

**Rodrigo Mujica**

Recursos Naturales

rmujica@bci.cl

(56 2) 692 8922


**Bci**
**CORREDOR  
DE BOLSA**

Recomendación	Definición
Sobreponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es superior en 5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Neutral	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero se encuentra entre +/-5% respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Subponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es inferior en 5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
S.R.	Sin Recomendación.
E.R.	Precio en Revisión.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de BCI Estudios S.A. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite la Gerencia de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. BCI Estudios S.A. y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.